

東洋大学学術情報リポジトリ Toyo University Repository for Academic Resources

経営者バイアウト(MBO)の経営原理

著者	柿崎 洋一
著者別名	Kakizaki Youichi
雑誌名	経営論集
号	59
ページ	133-143
発行年	2003-03
URL	http://id.nii.ac.jp/1060/00004940/

経営者バイアウト (MBO) の経営原理

柿 崎 洋 一

はじめに

1. 経営者バイアウトの概念的要素
 2. 経営者バイアウトの基本的性格
 - (1) 企業買収の一形態として経営者バイアウト
 - (2) ベンチャー活動の一形態としての経営者バイアウト
 - (3) 事業再構築の一形態としての経営者バイアウト
 3. 経営者バイアウトの経営者像
 4. 経営者バイアウトの経営思考
- おわりに

はじめに

企業は常に最も合理的な事業構造を追求する。ここに事業とは、生産活動の経済的な側面、つまり企業の場合には目的である経済的な利潤を生み出す生産単位であると理解する⁽¹⁾。したがって、企業は営利経済的な視点から、その生産単位の合理的な構造を構築しようと努めることになる。このような企業における事業構造は、企業の主体的な競争力の強化という視点から再構築されることもあれば、事業環境の変化にともなって新たな構造へと移行せざるを得ないことも考えられる。いずれにせよ、企業が市場経済体制を前提として、その経済的な利潤を追求するためには、事業構造の再構築は適切に、速やかに行われることが求められるのである。

さて、企業における事業再構築は、既存の事業を破棄するか、新しい事業との入れ替えによってなされるのが一般的である。同時に、このような新旧事業の適切な入れ替えの原理と方法について検討を加えることになるのである。そして、このような新旧事業の入れ替えは、既存事業の改廃をとめない、同時に新たな人的合理化に伴う失業という社会経済的な問題を生み出すことが危惧されるのである。この意味では、企業にとっても失業という問題を発生させることなく、事業再構築を行うことが組織力と組織成員の動機付けなどの視点からも求められるのである。このような既存事業の存続を図りながら、事業再編成を行う方策として経営者バイアウト（以下ではMBO (Management buy-outs) と表示する）がある。

ここに、経営者バイアウトとは、1970年代におけるイギリスの国営企業を民営化するための方法

として用いられ、子会社や事業部門の経営者が親会社などから事業を買収して独立するという企業買収の一形態と理解されるのが一般的である⁽²⁾。また、経営者バイアウトでは、事業内容と従業員は基本的にそのまま継承されることになる。この意味では、経営者バイアウトは、何よりも事業そのものの存続が求められ、独立によってより充実した事業展開が可能であることが必要とされるのである。ここに、経営者バイアウトを行う経営原理は、まさに機能的な視点、つまり事業の機能的な運営という視点から展開される点が看過されてはならないであろう。

1. 経営者バイアウトの概念的要素

子会社や事業部門の経営者が親企業やオーナーから子会社や事業部門を買収して独立するという経営者バイアウトは、まず主体と客体によって概念づけられる。基本的に経営者バイアウトを構成する主体は、当該子会社や事業部門の経営者や責任者、親企業や事業部門が所属する企業、そして買収資金を提供する金融機関や投資会社ということになる。つまり、買収する主体、買収される客体および買収資金の提供者ということになる。そして、経営者バイアウトとは、まさに買収主体に特質があり、それによって他の企業買収から区別されることになるのである。同時に、このような買収主体が子会社や事業部門の経営者であるという特質からさまざまな経営活動の変革が生み出されることになる。この経営活動の変革は、少なくとも経営学の経営者像やその機能的なあり方に影響を及ぼすと考えられるのである。このように経営者バイアウトに関する経営学的な研究の焦点は、買収主体の経営者に当てられることになるのである。

さらに、従業員が主体となる形態は、EBO (Employee Buy-Outs) とも呼ばれる。そして、投資会社を買収主体であるが、被買収企業の外部から経営者を選任する形態はMBI (Management Buy-In) と呼ばれるのである⁽³⁾。このように経営者バイアウトとは言うものの、その買収主体は多様である。このような買収主体の違いが、バイアウト後の経営、とりわけ企業統治（コーポレート・ガバナンス）にも影響を与えることになると思われる。

2. 経営者バイアウトの基本的性格

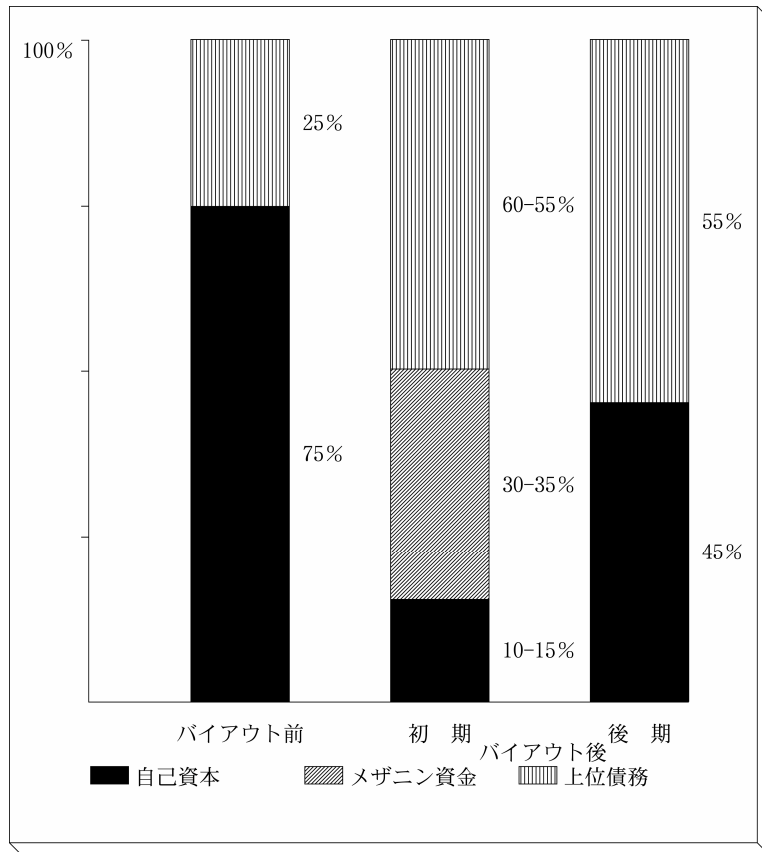
経営者バイアウトは基本的に次の3つの性格付けがなされている。つまり、企業買収の一形態、ベンチャー活動の一形態、そして分社経営の一形態として経営者バイアウトである。

(1) 企業買収の一形態としての経営者バイアウト

まず、経営者バイアウトの客体は既存の子会社や事業部門の買収である。したがって、企業買収の手法や制度的な整備が経営者バイアウトの推進に重要な影響をあたえると考えられる。経営者バイアウトはLBOの特別な形態であるが、資金調達という面では変わることはない。つまり、図-1

のように経営者バイアウトは少ない自己資本と大半を占める他人資本とりわけ借入金によって特徴づけられている。

図－1 経営者バイアウトの財務構造の変化



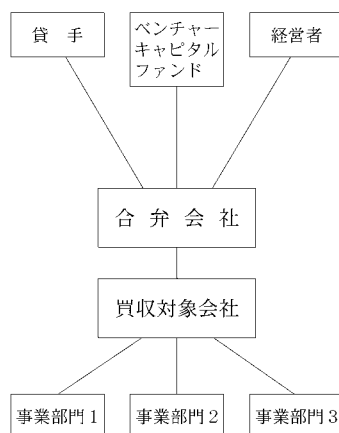
出所) Barbara Titzrath, *Corporate Buyouts in Deutschland*, Peter Lang, 1994, S. 17.

さらに、このような借入金の調達、買収対象企業の将来キャッシュ・フローや資産が担保として用いられることになるのである。この意味では、レバレッジの高い手法であるといわれることになるのである。このことは、負債をたくさん抱え込み、発言を増した経営者は、同時に大きなリスクを背負うことにもなるのである。この意味では、経営者はリスク・テイカー型といえよう。

さらに、経営者バイアウトは当該企業の経営者が買収目的で会社（持株会社）を図－2のように設立して、買収資金の調達をする形態がある。これは経営者の買収資金の比率が小さく、レバレッジを高めていることから当然ともいえるであろう。同時に、買収目的会社の設立は、吸収合併とい

う形態などの活用といったその他の手続き上の利点もあるとされている。この買収目的会社の設立は、経営者バイアウトでもよく用いられるとされているのである。

図－２ 買収目的会社の設立による経営者バイアウト



出所) Edgar Herzfeld & Adam Wilson, *Joint Ventures*, Jorans, 1996, p. 118.

(2) ベンチャー活動の一形態としての経営者バイアウト

経営者バイアウトでは、子会社の経営者や既存事業の管理責任者が買収主体である。したがって、経営者バイアウトは企業ないし企業グループ内における企業家精神の発揮と具現化という側面を持っているとも考えられるのである。この意味では、企業家精神に富んだ独立心の旺盛な経営者や管理者の存在が前提とされているのである。同時に、既存企業の経営者や管理者、そして従業員にとっては、雇われ経営者からオーナー経営者へと転身でき、高いレバレッジの経営が成功し、利益が上がれば、個人所得も増えたと期待されるのである。この意味で、経営者バイアウトは企業内部のベンチャー活動と外部資金の活用ないし流入という点で外部ベンチャー活動の混成形態とも考えられるであろう。この点については、ベンチャー・キャピタルの経営者バイアウトへの関心の高まりからも理解しうるであろう。

経営者バイアウトをベンチャー・キャピタルから見ると、図－３のように独立型ベンチャーに比べてリスクも中位で高い収益が期待できるとされているのである。

図－3 ベンチャーキャピタルの投資状況

状 況	売上高	収益状態	リスク
シーズ／スタートアップ 段階の資金調達	10 Mio DMまで	設立損失	高い
成長段階	およそ50 Mio DM まで	収益の上昇	中位
MBO	25 Mio DM以上 そして早い成長	収益の上昇	中位

出所) Rolf Behrens/Reiner Merkel, *Mergers & Acquisitions*, C. E. Poeschel, 1990, S. 134.

このような評価は、独立型ベンチャーに比べて事業内容や経営陣を含めた人的資本の価値がすでにある程度市場によって評価されているからとも考えられるのである。しかし、キャッシュ・フローという点については、経営者能力への信頼が不可欠となっているのである。

(3) 事業再構築の一形態としての経営者バイアウト

既存企業にとっては、中核事業を強化し、不要な事業部門や子会社の売却といった企業や企業グループの枠を超えた事業再編成、とりわけ子会社の売却という点で分社経営の一形態として経営者バイアウトが位置づけられるのである。特に、わが国における会社分割に関する法律的な整備が進展することによって、既存企業はこれまで以上により収益力のある事業構造を再構築することができるのである。また、経営者バイアウトやMBOの動機や源泉として、既存企業の事業再構築があげられるのである。

さらに、公開企業の経営者が、他の投資家と手組んで、株主からその企業、あるいは企業の一部を買収することを目的とする経営者バイアウトも存在する。そして、買収後は非上場（going private）によって、その企業を非上場企業とすることによる節税効果が得られるのである。その後、再公開のための力を蓄える再生工場のような役割を果たすことになるのである⁽⁴⁾。

3. 経営者バイアウトの経営者像

経営者バイアウトにおける経営者像は、企業買収の主体が経営者であるという点から、出資者としての側面が派生的に生じる。これによって、経営者バイアウトの経営者像は専門経営者像から所有経営者像へと移行することになる。所有経営者像の典型は、家族的経営であり、中小企業経営に求められる。しかし、経営者バイアウトの経営者像は、独立心の旺盛な企業家としての側面を併せ持つことになる。つまり、経営者バイアウトにおける経営者像は、子会社や事業部門の責任者という組織人という側面よりも企業家精神の旺盛な創業者という側面が前面に現れることになる。このように経営者バイアウトの経営者像は、これまでの企業が想定した「資本と経営の分離」「企業家と経営者の区分」に対して、逆の形成方向を示していると考えられるのである。この意味で、経営

者バイアウトの経営者像は、企業家像への移行過程によって特徴づけられていると考えられるのである。そして、経営者バイアウトの経営的な意義は、既存の子会社や事業部門における主体的な事業発展と事業革新の機会を経営者像や管理者像から企業家像へと移行させる触媒の働きをもってすることであろう。

しかし、経営者バイアウトの主体としての経営者は、企業買収の資金が十分であるわけではないのである。したがって、経営者バイアウトの経営者像を直ちに資本家や所有者に直結して理解することは適切とはいえないのである。むしろ、経営者バイアウトによって、経営者は事業を継続しながら企業家的な役割において動機づけられることになるのである。これは経営者の主たる動機づけとも理解され、企業家的な独立性（*unternehmerischer Selbständigkeit*）とも呼ばれている⁽⁵⁾。さらに、所有と支配の分離によって発生しうると考えられる対立も削減されることになることとされるのである。しかし、すでに経営者だけの資金では十分でなく、他に出資者を求める場合には、やはり所有と経営の間に対立が発生する可能性が考えられるのである。

4. 経営者バイアウトの経営思考

わが国経済は長期にわたる低迷によって、失業者を増加させている。個別企業は、企業規模の縮小による事業再構築を実施して、業績の改善を図ろうとしているのである。同時に、企業規模の縮小が従業員の削減という事態を引き起こしているのである。この意味でも経営者バイアウトが注目されるのである。既存企業においても競争優位性という視点から中核事業を再定義すると同時に、内部管理的な経営者の思考から企業家精神に基づく企業家的な経営者思考が求められるとも考えられる。この点からも、ストック・オプション等の規制緩和を背景として、新たな経営のあり方を模索すべきであろう。

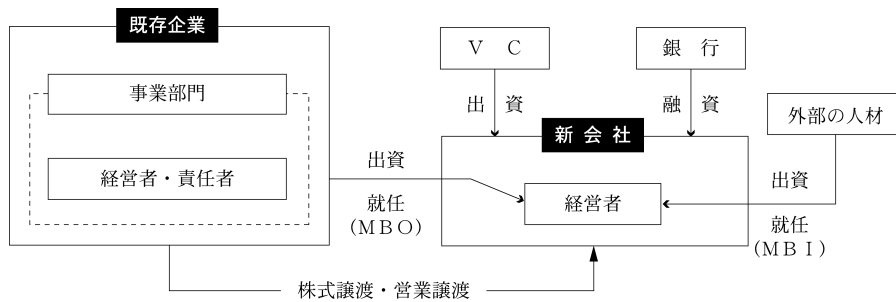
当該企業の経営者が行うLBO（*leveraged buy-outs*）を経営者バイアウトという。これが行われるのは外部からの乗っ取りを防止するためであることが多いが、さらに株主からの経営者に対する圧力を排除して、長期的視点から独立した経営を行いたいという理由にもとづくものもある。しかし、株式会社は株主が経営者に経営を任せているにもかかわらず、その株主の代理人であるはずの経営者が会社の資産を担保にして借入れをし、株主から株を買い取るというのは、株式会社の原理を否定するものである。それはちょうど番頭が店の資産を担保にしてカネを借り、それで主人から店を乗っ取るのと同じだと考えることができるであろう。

そして、経営者バイアウトでは経営陣が株主から株式を買い取った後、その会社を非公開の閉鎖会社にするのが通例である。というのも、もはや株主は経営陣だけだから株式を公開しておく必要はないし、そして外部からの乗っ取りやその他経営者に対する圧力を排除するためには非公開の閉

鎖会社にしておくことが必要だからである。

経営者バイアウトとMBIとの関係は、図－4のように異なる性格を持っていると考えられるのである。

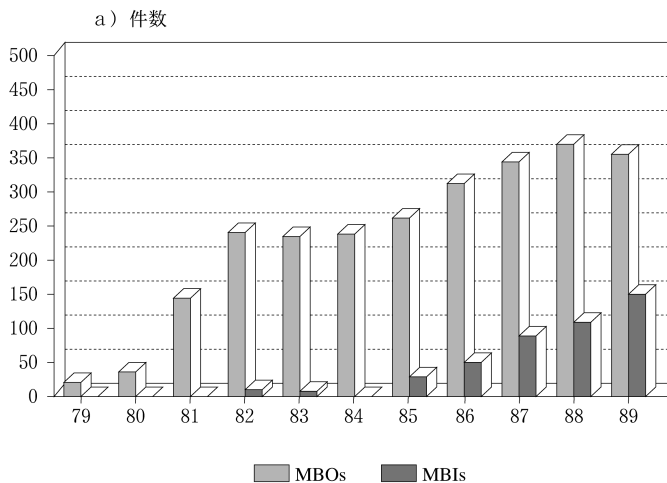
図－4 MBO／MBIの典型的なスキーム

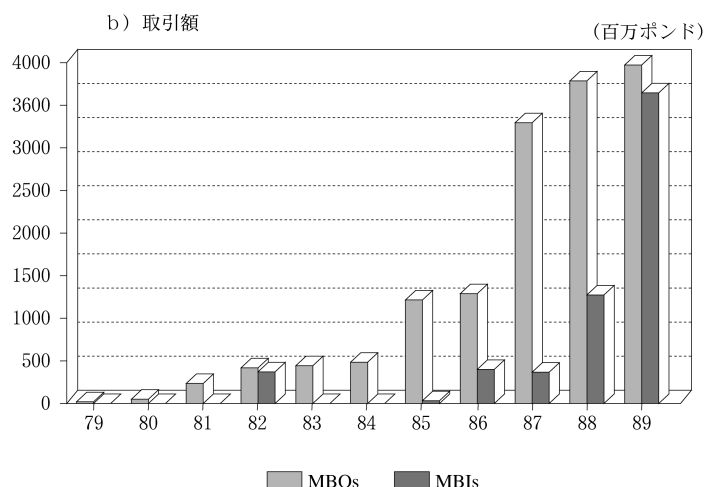


出所）薄井彰（編著）『M&A21世紀、IIバリュー経営のM&A投資』中央経済社、2000年12月、40頁。

また、経営者バイアウト／MBIの先進国である英国について、図－5のように実施された件数では、経営者バイアウトが多いのに対して、買収額ではMBIとの差が小さいのである。このように買収企業の規模が比較的小規模な場合には経営者バイアウトが行われており、比較的大規模な企業ではMBIが行われているのである。このことから経営者バイアウトは中小企業の事業継承や買収にとっては効果的な手法と考えられるのである。何よりも、既存企業の経営陣が提供しうる買収資金に限られた、比較的小額である点から見ても理解しうるところである。

図－5 MBO／MBIの件数と取引額の変化（英国）

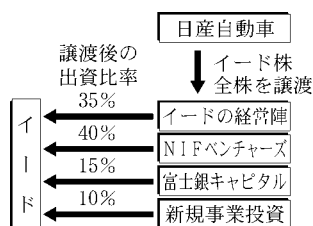




出所) Matthias ropp, *Management Buy-outs und die Theorie der unternehmung*, Gabler, 1992, S. A2.

したがって、経営者が指導権を得るためには、借り入れだけでなく、図-6のように投資会社の複数化など投資資金の複数化も1つの考え方である。

図-6 経営者バイアウトによるイードの独立手法



出所) 日本経済新聞、2001年10月10日、14頁。

MBIは、投資会社の資金が基本であり、経営者は外部から任用されるため、基本的には経営者の指導権というよりも雇用経営者に近い性格を持つとも考えられる。経営者バイアウトとMBIの動向分析などから買収金額が大型になるほど、資本の論理が先行して、経営の論理が徹底していないとも考えられるのである。この意味では経営者市場が充実してゆくほど、MBIの展開が活発になると考えられるのである。

経営者バイアウトが小規模事業体の継続について有効であるとすれば、そこに登場する経営者はオーナー型経営者ないし企業家的経営者ということになるのではないだろうか。したがって、経営者バイアウトにおける経営者像は、中小企業とりわけベンチャー企業の経営者と企業家という問題

として理解すべきである⁽⁶⁾。したがって、成熟企業の経営者像から所有家経営者というよりも、買収後のキャッシュ・フローや事業革新という点を考慮すれば企業家経営者への転身が重要であると考える。

経営者バイアウトとMBIはやはり企業規模の問題が関連しているのではないかと考える。MBIはいわゆるLBOに近いものであり、投資会社が主導するものであり、経営的な視点が希薄となると考えられるのである。むしろ、このような点から、経営者バイアウトは中小企業の活性化や事業継承のために活用し、経営的な活性化を図ることが重要であろう。ついで、特定の事業部門や子会社については、それぞれの事業規模によって経営者バイアウトとMBIが結果としてなされることになる。また、経営者バイアウトにおいては、既存企業の事業部門責任者や子会社の経営者がまさに独立企業をうまく経営していく力量があるがどうか厳しく問われることになるのである。この意味でも、経営者のあり方が極めて重要であると考えられるのである。

経営者バイアウトは本社サイドのリストラ、非コア切り離しの手法として活用されることが多いとも言われる。その理由については、多角化し、複合化した企業活動を十分にうまく効率的に管理できないというマネジメント上の問題である。この問題を解決するために中核事業に関連性が無く、不採算部門の処分・売却が必要となるのである。次いで、M&A戦略が活発になり、買収金額も上昇するにともない巨額の負債を抱えることになる。この負債に伴う元本利払いの負担を軽減するために早急に売却できる部門や資産を処分することになる。

そして、景気後退に伴うダウンサイジングへの要求がたかまり、企業構造の見直しが急務となる。この場合、新しい、あるいは補助的な活動や部門、あるいは子会社が切り捨てられて、資本集約化が行われ、中核事業の強化に専念する方向に戻るとされるのである。もとより、経営者バイアウトの源泉としてのダイベストメントの理由はこれらに限るものではない。要するに、企業が国際化、多角化そして既存業務の強化などを目指して拡大してきた企業活動をより効率的な企業構造へと合理化するために既存事業と子会社の分離・売却を実施することに経営者バイアウトを行う契機があるともいえるのである。

経営者バイアウトと企業規模との関係からは、中小企業とりわけベンチャー・ビジネスにおける経営者像が重要である。ベンチャー・ビジネスの経営者像を独立型企業家というタイプだけに限定することなく、企業内企業家というタイプを含めて多様化することも必要であろう。とくに、MBIでは、当該企業の外部から企業家として参加するタイプが求められるのである。この意味では、経営者バイアウトやMBIの進展は新しい経営者像や企業家像を生み出しうる可能性を持っているといえるであろう。そして、EBOにおいては、従業員企業家という特異なタイプも登場することになる。そこでは、従業員の企業家機能の発揮ということが課題となるのである。EBOを従業員

持株制度の延長として理解する立場も見られるが、むしろ経営者バイアウトと同時に展開される点から経営者バイアウトの拡張形態として理解することもできるであろう。

おわりに

長期不況下のもとで日本企業は、事業の再編成を急速に推進して、キャッシュ・フローを生み出す競争力を維持、発展させつつある。同時にこのような企業の経営行動は、コア・ビジネスへの経営資源の集中と非コア・ビジネスの解体・売却という二面性を持っているのである。コア・ビジネスへの経営資源の集中は、経営的には光の部分であり、将来のキャッシュ・フローを生み出す源泉として理解されるのである。しかし、非コア・ビジネスは影の部分であり、個別企業というよりも社会的な課題、たとえば失業対策などの問題とされてきたのである。さらに、今日の日本的雇用慣行の解体などにより、ますます失業問題は深刻さを増しているのである。ここでは、非コア・ビジネス、つまり今日の経営戦略にともなう影の部分に焦点を当てて、経営的な視点からの解決策として経営者バイアウトに着目したのである。その結果として、つぎのような結論にたどり着くことができたと考えるのである。

1. 経営者バイアウトは、単なる業績不振部門の救済ではなく、経営的な着想に基づくものである。したがって、この点については、投資会社の投資基準である「キャッシュ・フローを生み出すことができる非コア・ビジネスである」という点において明らかとなった。
2. 経営者バイアウトは、経営者や従業員といった買収主体のこれまでの位置づけを変化させるものでもある。とりわけ、ベンチャー精神、企業家精神そして独立心といった基本的な性格的变化をもたらす価値観や風土を必要とするのである。この意味でも、経営者バイアウトの積極的な活用という意味でも、新たな経営教育の展開が求められるのである。
3. 経営者バイアウトはM&Aに対する経営的な意義をより多様化し、単なる資本の論理というに止まらず、経営者それ自身の自己改革の手法としても位置づけられる可能性をもっている点が明らかになった。
4. 最後に、経営者バイアウトは何よりも経営者という概念の再検討を要求し、新しい経営者像を創造する契機となりうることが確認された。そして、日本企業の活性化、さらに日本経済の再活性化はこのような新しい企業家精神に裏打ちされた経営者の出現によって可能になることが看過されてはならないであろう。

このように経営者バイアウトが成熟企業の事業再編成による効率を改善するだけでなく、ベンチャー・キャピタルを介した企業家活動の高揚という役割に今日的な経営的意義を見出していることも看過されてはならないであろう。

[注]

1. 事業の概念については、石井淳蔵・奥村昭博・加護野忠男・野中郁次郎『経営戦略論』有斐閣、1985年、17－31頁、Peter. F. Drucker, *The Practice of Management*, Harper & Brothers Publishers, pp. 49－87. を参照した。
2. Matthias Kropp, *Management Buy-outs und die Theorie der unternehmung*, Gabler, 1992, S. 19.
3. マネジメント・バイ・アウトの用語などについては、Nottingham University Business School のCMBOR (the Centre for Management Buy-out Research) の研究調査および村松司叙『英国のM&A』同文館、1988年を参照した。なお、「売却される企業、子会社、部門などの現管理者、現従業員以外の者が買収する」ことを経営者バイイン (management buy-in) と呼び、MBI と略されるのである（村松司叙、同上書、54－55）。
4. Matthias Kropp, a. a. o., S. 17. 非上場については、英国よりも米国で比率が高いといわれている。Edgar Herzfeld & Adam Wilson, *Joint Ventures*, Jorans, 1996, p. 118.
5. Matthias Kropp, a. a. o., S. 10. Erich Kosiol, *Die Unternehmung als wirtschaftliches Aktionszentrum-Einführung in die Betriebswirtschaftslehre*, Rowohlt, 1972, S. 28－30. を参照した。
6. ベンチャー・キャピタルの意義については、柿崎洋一「経営活性化手法としての経営者バイアウト (management buy-outs)」財団法人 地方財務協会『公営企業』2002年8月号、44－49頁も参照されたい。

(2003年1月16日受理)